Долгополов Дмитрий Сергеевич. Современные тенденции участия России в международном движении ссудного капитала : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 165 с. РГБ ОД, 61:07-8/1780

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Импорт ссудного капитала как основной вид иностранных инвестиций для РФ 13

1.1. Ссудный капитал в трансграничном движении финансовых ресурсов.. . 13

1.2. Влияние импорта капитала на факторы экономического роста 33

Глава II. Критерии эффективного участия в международном движении ссудного капитала 47

2.1. Условия доступа на внешний рынок заёмного капитала 48

2.2. Внешние заимствования и макроэкономическая стабильность 59

2.3. Уровень абсорбционной способности экономики и факторы спроса на ссудный капитал 64

2.4. Выбор инструментов заимствования 71

Глава III. Государственный сектор России в международном движении ссудного капитала 79

3.1. Эволюция государственного сектора как международного заёмщика 79

3.2. Внешние государственные заимствования и институциональное развитие 88

3.3. Управление внешним долгом в условиях сокращения задолженности ...96

Глава IV. Импорт ссудного капитала негосударственным сектором 106

4.1. Динамика внешних заимствований и резервы роста 106

4.2. Приток ссудного капитала в частный сектор как фактор развития абсорбционной способности экономики 114

4.3. Инструменты внешних заимствований сырьевой компании на примере газовой отрасли РФ 129

Заключение 143

Библиография 148

Приложения 155

**Введение к работе**

Усиление процесса финансовой глобализации проявляется прежде всего в активизации международного движения капитала. Капитал в ссудной форме на протяжении столетий был основным элементом иностранных инвестиций. Ссудный капитал сохраняет свое значение и на современном этапе быстрого нарастания трансграничных финансовых потоков.

Россия с начала 1990-х гг. активно интегрируется в мировую кредитно-финансовую систему. Две последние волны экспансии ссудного капитала в страны с формирующимся рынком1 (в середине 1990-х гг, и с 2002 года) в полной мере проявились в отношении России. В последние годы масштабы присутствия России на мировом кредитном рынке в качестве как заёмщика, так и кредитора увеличиваются быстрыми темпами.

**Актуальность темы исследования**

Актуальность темы диссертационного исследования заключается в том, что оно направлено на определение принципов и механизмов эффективного участия страны в международном движении капитала в новых условиях и использование глобальных финансовых рынков для решения задач модернизации страны, ускорения темпов и интенсификации экономического роста.

Финансовая глобализация является неоднозначным по своему влиянию процессом. В середине 1990-х гг. мощный приток иностранного капитала в страны с формирующимся рынком был связан с высокими темпами экономического роста. Однако последовавший отток капитала сопровождался жестокими финансовыми кризисами: сокращение ВВП за каждый кризисный год составляло в среднем 3%, тогда как в предшествовавшие годы, а также после восстанов-

1 Под странами с формирующимся рынком (в качестве синонима - «развиваюшиеся страны») в данной работе понимаются, как правило, страны, так обозначаемые в публикациях МВФ (классификацию см. World Economic Outlook, 2006, April. - P. 169-174). По данной классификации Россия также относится к странам с формирующимся рынком. Данные термины являются устоявшимися в российской и зарубежной литературе. Термины применяются автором для удобства анализа статистических данных и изложения материала и не являются характеристикой уровня развития данных стран.

ления темпы экономического роста достигали 5%1.

Негативные последствия привлечения ссудного капитала обычно проявляются сильнее по сравнению с другими видами иностранных инвестиций. Колебания кредитных потоков усиливают макроэкономическую нестабильность и обостряют структурные проблемы. Дефолты по внешнему долгу происходили на протяжении всей истории международных заимствований. Обслуживание внешней задолженности уменьшает ресурсы, которые могли бы быть направлены на накопление основного капитала, обеспечивающее рост производства и занятости. К примеру, для развивающихся стран разница в темпах роста подушевого ВВП в странах с уровнем долга к экспорту менее 100% и более 300% составляет более двух процентных пунктов .

В характере участия РФ в международном движении капитала в последние годы произошли существенные сдвиги. Современная ситуация коренным образом отличается от того положения России на мировом кредитном рынке, которое складывалась в 1990-х гг. Долгосрочный международный кредитный рейтинг государства и ряда компаний вышел на инвестиционный уровень. По размеру официальных международных резервов Россия занимает третье место в мире, сформирован стабилизационный фонд. При сокращении государственного внешнего долга беспрецедентными темпами растут внешние заимствования корпоративного сектора. На международный рынок капитала ежегодно выходят новые компании и банки.

Однако параллельно с ростом спроса на внешние источники «легального» долгосрочного и дешёвого заимствования, сохраняется устойчивый нелегальный отток капитала из России. Это свидетельствует о том, что существующие механизмы трансформации внутренних сбережений (норма которых очень высока) в инвестиции не позволяют использовать этот потенциал для накопления основного капитала. В этой связи не теряет остроты проблема производительного использования привлекаемых из-за рубежа в больших объёмах финансовых ресурсов.

1 Global Development Finance 2003. - Washington: Worldbank, 2003. - Vol. 1. - P. 60.

2 PattilLo C, PoirsonH.,Ricci L. External Debt and Growth. IMF Working Paper, - Washington; IMF, 2002.-P. 18.

Перед нами стоит задача сохранения высоких темпов роста экономики. «Только сохранение высоких темпов развития - таких, на которые сейчас вышла Россия, - не позволит отбросить нас на «задворки» мировой экономики ... Чтобы в непростых условиях глобальной конкуренции занимать ведущие позиции - мы должны расти быстрее, чем остальной мир»'. Задачи удвоения за десятилетие валового внутреннего продукта и «придания экономике инновацион-ного качества» требуют активизации всех факторов экономического роста, включая потенциальные выгоды от присутствия на глобальном финансовом рынке. В этой связи актуальной научной проблемой выступает исследование современных тенденций и закономерностей международного движения капитала, определение наиболее значимых направлений его влияния на экономическое развитие и разработка механизмов эффективного использования вовлечённости страны в глобальный финансовый рынок.

**Степень научной разработанности темы**

Изучению проблем мировых рынков капитала в условиях финансовой глобализации и международных кредитных и финансовых отношений посвящены работы таких авторов, как С.М.Борисов, И.С.Королёв, Л.Н.Красавина, Б.М.Пичугин, В.В.Смыслов, В.Н.Шенаев, В.В.Шмелёв, П.Кругман, К.Рогофф, Д.Родрик, Дж.Стиглиц и др.

Влияние международного движения капитала на экономику России и проблемы привлечения иностранных инвестиций нашли своё отражение в работах А.С.Булатова, С.И.Долгова, А.Н.Илларионова, И.П.Фаминского и др.

Международное движение ссудного капитала рассматривалось советской наукой в контексте противостояния двух социально-экономических систем. Вывоз ссудного капитала анализировался с точки зрения экспансии государственно-монополистического капитализма и эксплуатации стран-заёмщиков. Вкладом этих работ является обоснование диалектики интересов, преследуемых экспортёрами и импортерами капитала, однако современный

1 Путин В.В. Послание Федеральному Собранию РФ, 26 мая 2004 г. - Российская газета. - 2004. - 27 мая.

2 Путин В.В. Послание Федеральному Собранию РФ. 10 мая 2006 г. - Российская газета. - 2006. - 11 мая.

этап глобализации требует более прагматического подхода к проблемам привлечения инвестиций в ссудной форме.

Проблемы участия России в движении ссудного капитала рассматривалась в работах таких российских авторов, как С.Афонцев, А.Вавилов, А.Саркисянц, В.Титков, Г.Трофимов, Л.Федякина, Б.Хейфец, А.Шохин и др. - в основном с точки зрения управления государственным внешним долгом в период кризиса государственных финансов. Вклад работ в этой области состоял во всестороннем анализе инструментов урегулирования долговых проблем и сокращения долговых платежей на основе опыта стран с формирующимся рынком по преодолению долговых кризисов. Однако с начала 2000-х гг, проблема обслуживания внешнего долга потеряла былую остроту. Проблемы привлечения ссудного капитала для основных заемщиков не существует. В связи с изменением условий участия России в движении капитала возникли задачи более полного использования преимуществ интегрированное страны в мировую финансовую систему, что требует научного осмысления.

В современной отечественной литературе, как правило, подчёркиваются преимущества и перспективы прямых зарубежных инвестиций (ПЗИ), которые более стабильны и позволяют получить, кроме финансовых ресурсов, передовые технологии и управленческие навыки. Внешние заимствования рассматриваются российскими авторами как временный, побочный и в целом нежелательный способ внешнего финансирования, который необходимо замещать другими видами инвестиций, как это происходит в ряде стран, в т.ч. в Китае. Однако ссудный капитал уже длительное время является основным компонентом иностранных инвестиций в Россию, и мы полагаем более целесообразным определить цели и принципы её дальнейшего присутствия на мировом кредитном рынке.

Эмпирические исследования взаимозависимости импорта капитала и экономического роста и его детерминант содержатся в работах Э.Боренцтейна, Б.Босуорта, М.Дули, У.Истерли, Р.Левина, Р.Лукаса, М.Коллинз, А.Моди, МФельдстейна, Б.Эйкенгрина и др. Эти исследователи на обширном статистическом материале с помощью количественных методов проводили поиск под-

тверждений теоретически возможной функциональной взаимосвязи переменных и определение её силы. Как правило, такие исследования проводятся в форме межстрановых сопоставлений на основе динамических рядов данных по большому количеству развивающихся стран. Результаты этих исследований в целом подтверждают наличие взаимосвязи между притоком иностранного капитала и темпами роста ВВП, динамикой факторной производительности, накоплением основного капитала и другими экономическими показателями. Однако остаются не исследованными вопросы применения этих общих выводов к проблемам участия конкретной страны в международном движении капитала.

**Цель и задачи исследования**

Целью исследования является обоснование принципов участия России в международном движении ссудного капитала и разработка механизмов их реализации с учётом современных тенденций *глобальных*финансовых рынков и особенностей влияния внешних заимствований на экономику РФ. В соответствии с поставленной целью в диссертации решаются следующие взаимосвязанные задачи:

определить значение ссудного капитала для интеграции РФ в мировую финансовую систему и его место в структуре иностранных инвестиций на среднесрочную перспективу;

обосновать критерии эффективного участия России в международном движении ссудного капитала с учётом современных тенденций внешних заимствований;

уточнить функции государственного сектора в движении капитала в условиях отсутствия проблем с обслуживанием суверенных обязательств, относительной макроэкономической стабильности, роста ВВП, укрепления валютного курса, бюджетного профицита и создания стабилизационного фонда;

выработать методические подходы к оценке безопасности уровня внешней задолженности;

оценить влияние государственного и негосударственного импорта ссудного капитала на механизмы производительного использования внешних заимствований: банковский сектор и рыночные институты;

провести анализ особенностей использования инструментов долгового финансирования и управления внешним долгом правительства и корпоративного сектора с точки зрения возможностей оптимизации ценовых условий заимствований.

**Область исследования**

Содержание диссертационной работы соответствует п. 2.8. «Государственный долг и государственный кредит: проблемы управления внутренними и внешними долгами государства; критерии эффективности государственного заимствования и кредитования», п. 3.9. «Проблемы выхода российских предприятий на международные финансовые рынки», п. 8.18 «Механизм и проблемы взаимоотношений России и международных валютно-кредитных организаций. Методология и практика валютно-кредитных отношений России и государств СНГ. Проблемы экспорта капитала», п. 9.5. «Проблемы адекватности становления и развития банковской системы РФ, стратегии трансформации российской экономики и экономического роста, стратегии интеграции российской экономики в систему мирохозяйственных связей, мировую финансово-денежную систему» паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» ВАК.

**Объект исследования**

Объектом исследования является ссудный капитал, импортируемый и экспортируемый российским государственным сектором и негосударственными экономическими агентами.

**Предмет исследования**

Предметом исследования выступает процесс международного движения ссудного капитала, его факторы и закономерности в современных условиях, а

также его воздействие на экономическое развитие.

**Теоретико-методологическая основа исследования**

Теоретической основой исследования и исходным положением для определения принципов участия государства в международном движении ссудного капитала послужила либеральная экономическая концепция, полагающая необходимым для эффективного функционирования экономики сильный институт частной собственности и минимизацию деятельности государства как предпринимателя. Анализ влияния внешних заимствований на макроэкономические условия экономического роста проводится исходя из необходимости стабильного реального валютного курса для поддержания международной конкурентоспособности отечественного производства.

Для решения поставленных задач в диссертации использовались общенаучные приёмы и методы: сравнения, обобщения, анализа и синтеза, сочетания в анализе логического и исторического принципов. К эволюции участия России и других стран в международном движении капитала применялся диалектический подход. Рассмотрение форм и методов внешних заимствований проводилось с использованием сравнительного макро- и микроанализа. При исследовании фактического материала использовались методы экономико-статистического анализа.

**Информационная база**

В качестве статистической основы исследования тенденций мирового движения капитала использованы публикации и экономические обзоры, электронные статистические базы МВФ и Всемирного банка. Источником данных по международным финансовым рынкам и банковскому делу послужили квартальные обзоры, а также информационная база Банка международных расчётов (БМР). Исследование ввоза ссудного капитала в Россию базируется на статистике по платёжному балансу, международной инвестиционной позиции и внешнему долгу, а также обобщающих и аналитических материалах, публикуемых Центральным Банком РФ. Для анализа деятельности банковского сектора

России использован «Бюллетень банковской статистики». Государственный внешний долг рассматривается также с использованием данных Министерства финансов РФ. Ряд сведений был почерпнут из публикаций в отечественных и зарубежных деловых газетах и журналах. Для получения ценовой информации о рынках капитала и финансовых инструментах использовались информационные системы Reuters и Bloomberg.

При работе над диссертацией автор использовал опыт практической банковской деятельности в области рынка еврооблигаций, а также синдицированных кредитов и структурированного финансирования, полученный им во время работы в АКБ «Держава» (ОАО) и АБ «Газпромбанк» (ЗАО).

**Научная новизна работы**

Новизна положений диссертационного исследования заключается **в**следующих аспектах.

Научно обосновано преобладание в среднесрочной перспективе ссудного капитала над предпринимательским в структуре привлекаемых Россией иностранных инвестиций.

Выявлены тенденции и факторы участия России в международном движении ссудного капитала, что позволило разработать систему критериев эффективного участия в этом процессе. Критерии учитывают макроэкономические, микроэкономические, институциональные и структурные факторы, необходимые для усиления позитивного влияния движения капитала на экономический рост.

Разработаны новые подходы к методологии определения критических значений величины частного и государственного внешнего долга. Критические уровни государственного внешнего долга: безопасный и пороговый - рассчитаны с учётом долговой истории и волатильности валютного курса, а корпоративного долга - через кредитоёмкость и динамику экспорта.

Доказано, что в современных условиях наиболее эффективным направлением участия государства в движении ссудного капитала является балансирование сальдо капитальных потоков, а также повышение прозрачности опера-

ций привлечения и погашения. Построена оценочная модель, определяющая количественные ориентиры вывоза ссудного капитала государственным сектором.

Определены направления более эффективного применения инструментов импорта ссудного капитала корпоративным сектором РФ (управление обеспеченностью долга и кредитоёмкостью доходов заёмщика), позволяющие снизить стоимость заимствований и оптимизировать кредитное обеспечение.

Установлено, что частные экономические агенты, при условии применения стимулирующих инновации методов финансирования (проектное финансирование) более эффективны по сравнению с государством в развитии механизмов производительного использования внешних заимствований. Предложен вариант адаптации принципов проектного финансирования для российских банков, предусматривающий использование ресурсов транснациональных компаний (ТНК) в условиях отсутствия ограничений на импорт капитала.

**Практическая значимость исследования**

Результаты диссертационного исследования могут быть как применены на практике органами государственного управления и частными экономическими агентами, так и использованы для дальнейших научных работ в этой области.

Для разработки и реализации государственной финансовой политики практическое значение имеют методы определения количественных параметров вывоза ссудного капитала государственным сектором, а также выводы о роли суверенного заемщика в международном движении ссудного капитала в современных условиях.

Результаты исследования импорта ссудного капитала корпоративным сектором могут быть использованы при формировании стратегии внешних заимствований частных компаний и банков. Принципы определения безопасного уровня внешнего долга **и**использования механизмов оптимизации стоимости внешних заимствований могут быть применены частными компаниями для выбора наиболее эффективных форм и методов импорта ссудного капитала. Реко-

мендации о способах развития проектного финансирования могут быть реализованы банками, входящими в состав финансово-промышленных групп (ФПГ) при разработке финансовых схем.

Значение теоретических положений исследования для дальнейших научных работ состоит в обосновании необходимости фокусирования на внешних заимствованиях как основном виде иностранных инвестиций для России, оценке эффективности процесса участия в международном движении ссудного капитала, а также создании основ для разработки и совершенствования механизмов, повышающих положительное влияние импорта ссудного капитала на развитие страны.

**Апробация и внедрение результатов исследования**

Выводы диссертационного исследования докладывались на международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления - 2006 » в Государственном университете управления (Москва, 2006 г.).

Ряд положений диссертации был апробирован путем использования для подготовки курса лекций «Проблемы управления внешним долгом в странах с формирующимся рынком», прочитанного для студентов второго высшего образования Института внешнеэкономических связей МГИМО.

Результаты диссертации, имеющие прикладное значение, нашли применение в деятельности АБ «Газпромбанк» (ЗАО) в области инвестиционного кредитования и финансового консультирования предприятий газовой отрасли.

Основные положения диссертации опубликованы в 5 печатных работах общим объёмом 2,87 п.л. (весь объём авторский).

**Структура работы**

Диссертация состоит из введения, четырёх глав, заключения, библиографии и приложений. Материал изложен на 147 страницах текста, содержит 6 таблиц, 12 рисунков, библиографический список и пять приложений.

## Ссудный капитал в трансграничном движении финансовых ресурсов..

Для России такая форма МЭО, как ввоз и вывоз капитала, находится по стоимостным показателям на втором месте после внешней торговли. Внешнеторговый оборот товаров и услуг составил в 2005 г. свыше 430 млрд. долл., а сумма ввоза и вывоза капитала в различных формах - более 112 млрд. Если сальдо торгового баланса составило в 2005 г. более 103 млрд. долл., то суммарное сальдо капитального и финансового счетов платежного баланса - более 72 млрд1.

Традиционно в отечественной экономической литературе импортируе-мый иностранный капитал разделяется на предпринимательский и ссудный . Предпринимательский капитал, в свою очередь, распадается на прямые зарубежные инвестиции (ПЗИ) и портфельные инвестиции (в ценные бумаги).

Данная классификация основана на формальном критерии и её недостаток состоит в следующем. По методологии платёжного баланса в портфельные инвестиции включаются как покупки нерезидентами акций в объёме менее 10% от их общего количества по данному эмитенту, так и приобретение государственных и корпоративных облигаций и других долговых ценных бумаг. Облигации являются инструментом портфельного инвестора, но их эмиссия и обращение на вторичном рынке опосредует кредитные отношения, т. е. движение ссудного капитала. Таким образом, портфельные иностранные инвестиции в части, отражающей вложения в долговые ценные бумаги, являются компонентом движения ссудного капитала.

Согласно методике структурирования платёжного баланса на основе формального критерия по брутто-объёмам потоков в период 1995-2005 гг. прямые инвестиции в среднем составляли 18% от всех инвестиционных потоков в Россию, портфельные - 29%, а прочие инвестиции - 53%. В вывозе капитала доминируют прочие инвестиции (72%), тогда как прямые занимают 19%, а портфельные - 9%.

## Условия доступа на внешний рынок заёмного капитала

Экономический агент будет рассматривать внешний рынок капитала как источник инвестиций, если условия доступа на этот рынок будут достаточно стабильными. Под условиями доступа будем понимать вероятность заимствования на условиях, примерно аналогичных условиям для других заёмщиков с таким же кредитным рейтингом. Для обремененного долгом хозяйствующего субъекта это ещё более важно в целях периодического рефинансирования долга. Рассмотрим, насколько общие закономерности динамики мировых долговых инвестиций и внешние факторы их движения соответствуют интересам заемщиков, а именно получить стабильный доступ к рынку капитала.

Трансграничное движение ссудного капитала в мировом масштабе представляет собой неравномерные циклы, состоящие из фаз экспансии и сжатия международных финансовых потоков, кредитных бумов и кризисов. За последние полтора века циклическое расширение экспорта капитала на формирующиеся рынки происходило по меньшей мере четыре раза.

Первый период резкого роста внешнего финансирования продолжался с 1870-х гг. до начала I мировой войны. Валютная система золотого стандарта и либеральная экономическая политика в передовых странах сопровождались высоким уровнем кредитно-финансовой интернационализации. Второй период совпал с послевоенным экономическим подъёмом и окончился глобальным кризисом 1929-1933 гг., «великой депрессией». В этот период внешние ресурсы привлекались в основном для финансирования бюджетных дефицитов путём размещения облигационных займов. В результате мирового экономического кризиса рынок капитала был практически парализован. Созданная после 11 мировой войны Бреттон-Вудская валютная система с фиксированными курсами и валютными ограничениями не давала возможностей для возрождения и развития мирового рынка капиталов. В послевоенный период иностранные инвестиции в мире в основном были представлены краткосрочным ссудным капиталом. Бурное развитие мирового рынка капитала началось с 1970-х гг. во многом за счёт активизации рынка евровалют и еврорынка ссудных капиталов. На это время приходится третий цикл экспансии иностранных инвестиций на формирующиеся рынки, а именно бум банковского кредитования правительств развивающихся стран, продолжавшийся с первого нефтяного шока 1973 г. до мексиканского долгового кризиса 1982 г. В 1990-х гг. наблюдался беспрецедентный рост прямых, портфельных и прочих инвестиций в страны с формирующимся рынком.

В рамках длительных циклов можно выделить более мелкие. За период 1995-2004 гг. мировой вывоз ссудного капитала формирует два «локальных» максимума: в 1997 и 2000 гг. (вывоз составлял порядка 1,8 трлн. долл. в год), а более крупная волна началась с середины 2000-х гг. (в 2004 г. - более 3 трлн. долл.).

В рамках последнего крупного завершённого цикла приток ссудного капитала в страны формирующимся рынком достигло пика в преддверии азиатского кризиса (таблица 3). С тех пор до 2001 г. включительно ввоз ссудного капитала снижался как в абсолютном значении, так и относительно общемировых объёмов. Лишь в 2004 г. движение ссудного капитала превысило предыдущий максимум, что позволяет говорить о новом восходящем тренде.

## Эволюция государственного сектора как международного заёмщика

Советский Союз на протяжении десятилетий проводил умеренную политику в области внешних заимствований, в результате чего его внешняя задолженность удерживалась на весьма скромном уровне. Внешний долг СССР на конец 1985 г. образовался в основном из-за необходимости финансирования внешнеторговых сделок и составил около 29 млрд. долл.1 Однако за последнее пятилетие существования СССР кризис плановой экономики вызвал лавинообразный рост внешнего долга. Сформировалась латиноамериканская модель прогрессивного роста заимствований, направляемых на погашение ранее взятых кредитов. В итоге, по сравнению с 1985 г. к началу 1992 г. союзный долг увеличился более чем в три раза - до 70,8 млрд. долл.2 Заимствования последних лет существования Союза характеризовались крайне неблагоприятным графиком погашения: за период 1992-1994 гг. предстояло выплатить более 60 млрд. долл., что было эквивалентно суммам, выплаченным за 1986-1991 гг. Долговые проблемы СССР стали одной из причин его распада.

Начало дезинтеграционных процессов актуализировало проблему раздела внешнего долга и зарубежных авуаров СССР. Номинальный объём внешних активов, почти вдвое превышавший внешний долг, стал одним из стимулов развития процесса правопреемства России в отношении союзных активов и обязательств, В декабре 1991 г. представители СССР и новых республик, за исключением Прибалтики и Узбекистана, подписали Договор о правопреемстве в отношении внешнего долга и активов Советского Союза. Функции по обслуживанию внешнего долга и использованию активов были возложены на Внешэкономбанк СССР. Меморандум о взаимопонимании относительно долга СССР, подписанный между будущими членами СНГ с представителями «большой семёрки», фиксировал солидарную ответственность республик-правопреемниц по внешнему долгу. В первые же месяцы 1992 г. стало ясно, что выполняет свои обязательства только Россия, Остальные страны из-за тяжёлого экономического положения, нехватки валютных ресурсов перестали выполнять свои обязательства. На основе принципа солидарной ответственности Россия установила юрисдикцию над Внешэкономбанком и выступила с предложением взять на себя ответственность за 100% внешних долгов СССР при условии перехода к ней всех прав на его внешние авуары. В 1992-1993 гг. договорённость о «нулевом» варианте была достигнута со странами СНГ. В апреле 1993 г. западная сторона официально признала Россию единственным государством, ответственным по внешнему долгу бывшего СССР.

Эта договорённость явилась значительным шагом в становлении кре-дитно-долговой политики России и во многом определила специфику привлечения ссудного капитала в течение первого долгового цикла. Россия как независимое государство начала интеграцию в мировую финансовую систему в положении международного банкрота с огромным внешним долгом. Страна оказалась отрезанной от международного рынка частного капитала. В первые годы независимой государственности, совпавшие с первым долговым циклом, главным субъектом движения ссудного капитала было правительство. Ввоз ссудного капитала государственным сектором осуществлялся в основном в виде реструктуризации и накопления просроченной задолженности. Из новых кредиторов правительства основными стали МФО. В течение 1992-1996 гг. объёмы ежегодной реструктуризации и накопления просроченной задолженности практически равнялась суммам погашения внешнего долга по графику. К окончанию первого долгового цикла реструктуризации текущих платежей как «квази-заимствования» утратили своё значение. В 1994-1995 гг. объём реструктурируемого долга составлял 80-90% от погашения по графику, затем доля реструктуризации снижалась: в 1995 г. - 70%, в 1996 г. - 39%, в 1997 г. - 35%. Реструктуризируемая задолженность в отношении к плановому обслуживанию резко выросла в начале следующего долгового цикла: в 1999 г. - до 62%, в 2000 г. - более 50%1.

Задолженность перед официальными кредиторами, объединёнными в Парижский клуб, Россия реструктурировала пять раз: в 1993, 1994, 1995, 1996 и 1999 гг. Все эти соглашения представляли собой сделки по переносу платежей, сокращение задолженности не производилось. С начала 2001 г. Россия выполняла обязательства перед клубом вез просрочек, а в 2005-2006 гг. долг был погашен досрочно. Реструктуризация долгов банкам-членам Лондонского клуба происходила на более благоприятных условиях. После ряда отсрочек в 1997 г. Внешэкономбанк выпустил облигации PRIN и IAN, которые были повторно реструктурированы в 2000 г. со списанием около 30% долга. Были выпущены суверенные еврооблигации РФ-2030 (на основную сумму долга) и РФ-2010 (на задолженность по процентным платежам к моменту завершения переговоров). Заключение соглашений с клубами кредиторов в 1996-1997 гг, А.Н.Шохин, руководивший в то время переговорами по урегулированию внешнего долга с российской стороны, характеризует как «окончание пятилетки переговоров» . Однако чуть более чем через год урегулированная долговая проблема вновь превратилась в острейший кризис.